



knowsquare .

PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

1 DE OCTUBRE DE 2008

ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

ANÁLISIS KNOW SQUARE

ENTORNO ECONÓMICO – OCTUBRE 2008

En 1974, año en el que se acababan de construir los edificios más altos hasta esa fecha -las Torres Gemelas de Nueva York y la Torre Sears de Chicago-, se estrenó en Estados Unidos una película que trataba sobre un incendio originado en medio de la fiesta de inauguración del mayor rascacielos del planeta, situado en San Francisco. La magnitud del incendio, provocado por los mínimos estándares de calidad con los que fue construido el edificio, así como su propio tamaño, no permiten sofocar las llamas; no existe más solución que la de evacuar al máximo número de invitados posibles. Su título, “*El Coloso en Llamas*”, y uno de sus principales protagonistas, el recientemente desaparecido *Paul Newman*.

Entendemos, simbólicamente, que ese debería ser el argumento de nuestra “película” del mes de septiembre, un ciclo de celebración lucrativo construido bajo unos estándares que se han mostrado claramente insuficientes. Para este entramado, ahora en llamas, no cabe solución alguna más que el rescate selectivo de aquellas entidades que podrían dejar un mayor número de víctimas en el camino. No es extraño, por tanto, que tras un mes excesivo en acontecimientos, U.S. haya dejado de ser acrónimo de *United States* para pasar a ser una definición precisa de la situación económico-financiera-bursátil de la primera potencia mundial, *Under Stress*. Y “**Bailout**” y “**riesgo sistémico**” las claves, encadenadas, de los últimos treinta días.

Empecemos por la primera de ellas. La teoría define “**Bailout**” como el rescate de una empresa o entidad financiera próxima a la bancarrota, a través de la liquidez necesaria para que haga frente a sus obligaciones en el corto plazo. Los casos prácticos (de este mes), *Fannie Mae*, *Freddie Mac* y *AIG*, rescatados por la *Reserva Federal* americana; *Washington Mutual*, rescatado por *JP Morgan*, que ya hizo lo propio no hace mucho con *Bear Stearns*; *Merril Lynch*, absorbida por *Bank of America*, y más cerca de nuestro país, el británico *Halifax Bank of Scotland*, adquirido por *Lloyds TSB*.

Si bien estas últimas entidades han sido salvadas por manos privadas – rescates en algunos casos épicos, ya que por ejemplo *Washington Mutual* tiene el honor de protagonizar la mayor quiebra de una Caja de Ahorros en Estados Unidos – algo más controvertida es la situación de las tres primeras, que han supuesto la mayor intervención estatal de la historia, con 200.000 millones de dólares para *Fannie Mae* y *Freddie Mac* (100.000 a cada una de ellas), y 85.000 millones dólares para *AIG*, la mayor compañía aseguradora mundial; el Estado asumirá el control de *Fannie* y *Freddie* a través de la *Agencia Federal Hipotecaria* (*Financial Housing Federal Association*) y obtendrá una participación del 79.9% en *AIG*.

Un profundo resumen de los acontecimientos, implicaciones y futuro de los dos gigantes hipotecarios lo encontramos en el artículo “*Todas las claves del rescate de Fannie Mae y Freddie Mac*”, realizado por *Cristina de la Sota* y publicado en el diario *Cinco Días* [1]. De igual modo recomendamos el titulado “*Behind insurer’s crisis, blind eye to a web of risk*”, publicado en el *New York Times* por *Gretchen Morgenson* [2], relativo a la aseguradora *AIG*.

Es cierto que en las actuales circunstancias, una quiebra desordenada de cualquiera de las anteriores agregaría niveles significativos de fragilidad a los mercados financieros, pero que la economía y los mercados se recuperen tan solo corrigiendo la situación del sector hipotecario, por ejemplo, a través de la intervención de las dos agencias “semipúblicas” –como explicó *Henry Paulson*, secretario del Tesoro–, supone que tan sólo éste último es fuente, razón y causa del trastorno en los mercados financieros. Por predictiva de la situación actual, no está de más revisar una referencia ya

recomendada en el Informe de Know Square de Junio, publicada tres meses antes por *Nouriel Roubini* bajo el título “*Anatomy of a Financial Meltdown*” [3] en la que describía como el escenario reinante no es sólo causa de los préstamos “*subprime*” – que bien podríamos llamar “*surprise*”, vistas las todavía erráticas, en tiempo y forma, reacciones por parte de los reguladores de ese país, y la falta de claridad en algunas de las calificaciones por parte de las Agencias de *Rating* – sino de un sistema financiero “*subprime*”.

¿Por qué se producen estos rescates en el país más capitalista del mundo? ¿Acaso los venerables principios capitalistas no implican que cualquiera que creyera en la burbuja inmobiliaria e invirtiera en *Fannie* y *Freddie* debería aceptar el riesgo y sus pérdidas? Éstas y otras preguntas son analizadas por *Robert J. Shiller*, profesor de Economía en la *Universidad de Yale* en un artículo de aconsejable lectura titulado “*Moral Dilemmas for Fannie and Freddie*” [4], en el que expone las principales razones que justifican una actuación de tal magnitud.

Tras esta “socialización de las pérdidas”, a priori contraria –si no injusta- a la anterior “capitalización/privatización de los beneficios”, está el “**riesgo sistémico**”, la interrelación de problemas en el conjunto del sistema financiero. Es difícil de cuantificar, difícil de diluir-transferir-reducir o incluso evitar (de hecho es conocido como no “diversificable”) y es dificultosamente definido como el riesgo de pérdidas o probabilidad de éstas, para un conjunto, derivadas del fallo de una unidad del mercado. Se materializa, utilizando la definición del *Banco de España*, cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a un sistema, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante en un sistema de pagos provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando el sistema. Este hecho, continúa la sección sobre la *Estabilidad del Sistema de Pagos*, puede verse agravado como resultado del alto grado de interrelación que existe entre los distintos medios de diversos países, que hace que cualquier incidencia pueda extenderse con rapidez [5].

Una de las más claras disertaciones relativas a este concepto la encontramos en el número 4 de la *Revista del Instituto de Estudios Económicos* editada en 1998. Aunque en su momento el caso base de la publicación era diferente – crisis bursátil y cambiaria originada en el sudeste asiático a finales de los noventa – la regularidad de los ciclos económicos permiten la vigencia del estudio realizado por *Lorenzo Bernaldo de Quirós* titulado “*Crisis financieras y riesgo sistémico: Una panorámica*” [6]. Circunstancialmente, el escenario actual en contraposición con el de 1997, es más proclive a otros términos casi homófonos: “sistémico”, por la regularidad fatal de este tipo de evento, o “isquémico”, por la iliquidez del paciente. Sin embargo la solución fue parecida, como podemos estudiar en detalle a través del informe recientemente publicado por el *Instituto Monetario Internacional* que analiza 42 crisis bancarias en 37 países diferentes en los últimos 40 años [7]; excelente resumen sobre soluciones sistémicas, para crisis sistémicas.

Por la misma razón de contagio, y para paliar la desconfianza de los mercados financieros, diversos Bancos Centrales han inyectado cantidades extraordinarias de efectivo en el último mes, sin olvidar el Plan de Rescate elaborado por la Administración americana cuantificado en 700.000 millones de dólares, todavía pendiente de ser aprobado, y que pretende sacar a Estados Unidos de la mayor crisis financiera desde los años 30. Sin embargo en toda buena película de catástrofes hay un personaje principal sacrificado; en este caso el papel le ha tocado a *Lehman Brothers*, cuarto banco de inversión de Estados Unidos, que acabó con más de ciento cincuenta años de historia el lunes 15 de septiembre anunciando concurso de acreedores una vez fracasadas las negociaciones con *Bank of America* y *Barclays Bank*. Quedará, al menos, como la mayor bancarota desde el colapso de *Drexel Burnham Lambert*, otro banco de inversión (el quinto mayor, en su época) que dejó de existir como tal a finales de los 80.

A cierre de este número, *Wachovia*, el cuarto mayor operador bancario estadounidense sigue en negociaciones con Citigroup – el tercer mayor banco compra al cuarto – mientras que el Banco Santander, aparentemente, también está interesado en adquirir tras lo que parece una inminente nacionalización el británico *Bradford & Bingley*, gravemente afectado por la crisis crediticia. Fortis, la vigésima mayor entidad por beneficios del mundo proveedora de servicios bancarios, aseguradores y de inversión, venderá *ABN Amro* (adquirido el pasado año) al holandés *ING*, y recibirá una inyección de dinero público por parte de los países del Benelux de 7.000 millones de euros.

Nouriel Roubini, de los pocos que años antes anticiparon el incendio, estima en al menos un 20% el potencial de caída adicional de la bolsa americana, critica enérgicamente la propuesta de compra de activos tóxicos por falta de base o justificación factual – y con un coste fiscal considerable para el ya maltrecho consumidor americano –, y prevé la insolvencia efectiva de al menos otra docena de bancos pequeños y medianos, así como el declive de otras economías mundiales. Por ejemplo la española, cada vez más cerca del crecimiento 0% para 2009 debido al rápido e intenso deterioro económico (0,3% para la *Fundación de las Cajas de Ahorros*, la última en revisar a la baja sus previsiones de crecimiento), con una caída en la construcción de viviendas de casi el 50% en el segundo trimestre del año, y un deterioro de la cartera crediticia que algunas fuentes cifran en morosidades del 6% para 2009.

Harold James, profesor de Historia y Relaciones Internacionales en la *Universidad de Princeton*, acierta a comparar la situación actual con la novela de Agatha Christie titulada “*And Then There Were None*”, publicada en 1939 –y llevada exitosamente al cine en 1945– en la que diez invitados a una isla son asesinados, uno a uno, provocando un nivel de paranoia progresivo, y exponencial [8]. La película acaba de empezar; tomen asiento.

[1] “*Todas las claves del rescate de Fannie Mae y Freddie Mac*”, Cristina de la Sota. Cinco Días, septiembre de 2008. Público.

http://www.cincodias.com/articulo/D/Todas-claves-rescate-Fannie-Mae-Freddie-Mac/20080913cdscdicnd_1/cdspor/

[2] “*The Behind insurer’s crisis, blind eye to a web of risk*”, Gretchen Morgenson. New York Times, septiembre de 2008. Público.

http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html?pagewanted=1&_r=1&hp

[3] “*Anatomy of a financial meltdown*”, Nouriel Roubini. RGE Monitor, febrero de 2008. Público.

<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/245412/>

[4] “*Moral Dilemmas for Fannie and Freddie*”, Robert J. Shiller. Project Syndicate, septiembre de 2008. Público.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/shiller59/English>

[5] “*Estabilidad del Sistema de Pagos*”, Aula Virtual del Banco de España. Público.

http://aulavirtual.bde.es/wav/html/pagos/estabilidad_pop.html

[6] “*Crisis financieras y riesgo sistémico: Una panorámica*”, Lorenzo Bernaldo de Quirós. Revista del Instituto de Estudios Económicos, nº 4, 1998. Privado.

<http://www.ieemadrid.es/>

[7] “*Systemic banking crises: a new database*”, Luc Laeven y Fabian Valencia. International Monetary Fund, septiembre de 2008. Público.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>

[8] “*The Geopolitical Consequences of the Financial Crisis*”, Harold James. Project Syndicate, septiembre de 2008. Público.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/james18>